



Talkin' Bout A Revolution*

Dr. Jochen Felsenheimer, Telefon +49 89 519966-120, jochen.felsenheimer@assenagon.com

Die Themen, die die Kapitalmärkte in den nächsten Monaten prägen werden:

1. Griechenland

Die Annahme, dass die Situation in Griechenland unabhängig von der Finanzkrise sei, ist falsch. Griechenland ist nur das erste prominente Opfer der Politik des billigen Geldes auf Länderebene.

2. Revolution an den Kapitalmärkten

Die angedachten regulatorischen Änderungen vor allem in den USA gleichen einer Revolution und werden strukturelle Änderungen an den Finanzmärkten zur Folge haben. Und damit auch auf den Erfolg traditioneller Investmentstrategien Einfluss nehmen.

3. Kreditmärkte: Im Strudel der Sovereign CDS-Märkte

Seit Anfang des Jahres sind die Credit-Spreads im synthetischen Bereich signifikant rausgelaufen, wobei Griechenland der ausschlaggebende Auslöser war. Der Druck von der Sovereign-CDS-Seite hat zu einer absurden Situation geführt: Der CDS Index-Spread für Staaten handelt über dem der Banken und der wiederum über dem der Unternehmen!

Highway to Hell(as)

Was die Finanzkrise mit Griechenland zu tun hat

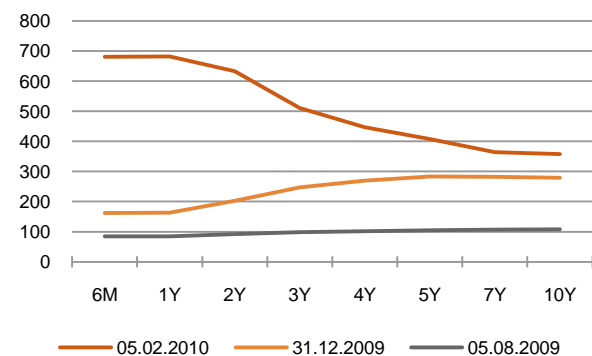
Es wird nicht nur von Politikern, sondern auch von den meisten Ökonomen darauf hingewiesen, dass Griechenland kein Opfer der Finanzkrise sei. Stattdessen hat das griechische Bankensystem die Finanzkrise gut überstanden – die jetzige Situation sei einzig der mangelnden Haushaltsdisziplin der griechischen Regierung zuzuschreiben. Wenn man die Abschreibungen amerikanischer Subprime-Papiere (bzw. deren Derivate) im nationalen Bankensystem als Maßstab heranzieht, kann man dieser Meinung zustimmen. Dabei wird allerdings eines ignoriert: Die Krise in Griechenland ist durch denselben Mechanismus entstanden wie die Subprime-Krise in den USA und auch die Auswirkungen werden sehr ähnlich sein!

Die Einführung des Euro hatte auf Griechenland (und das gilt insbesondere auch für Spanien und Portugal) dieselbe Wirkung wie die extrem niedrigen Zinsen in den USA in den Jahren vor der Krise: Die griechische Wirtschaft wurde mit Liquidität überschwemmt, mit zu billigem Geld, welches letztlich keiner produktiven Verwen-

dung (im Sinne der Steigerung der nationalen Wirtschaftsleistung) zugeführt wurde. Das liegt in der Natur von Währungsunionen zwischen ökonomisch nicht vollständig konvergierten Volkswirtschaften. Hierbei kann man natürlich die Frage stellen, wer letztlich die Schuld trägt: Euphorische Europabefürworter oder die griechische Regierung. Letzteres unterstützt die These, dass die griechische Situation nichts mit der Finanzkrise zu tun hat. Fakt jedoch ist, dass zu viel und zu billiges Geld einen Anreiz zu Fehlinvestitionen schafft – ob das amerikanische Subprime-Papiere oder griechische Infrastrukturmaßnahmen sind, ist zweitrangig.

Es geht hier nicht darum, die Krise zu betiteln, sondern deren Einordnung ist Voraussetzung dafür, die richtigen Maßnahmen zu ergreifen und potenzielle Auswirkungen zu verstehen. Folgt man diesem Gedanken, reiht sich Griechenland nahtlos in das an dieser Stelle seit längerem als die gravierendste Folge der Finanzkrise beschriebene globale Refinanzierungsdilemma ein. Griechenland wird sich langfristig zu sehr hohen Kosten (Spread-Aufschlägen) refinanzieren müssen, was sich offensichtlich nicht ausschließlich durch Sparmaßnahmen regeln lässt. Die bisher angekündigten Sparmaßnahmen werden schon alleine durch die momentanen Spread-Aufschläge (siehe Graphik), welche die jährlichen Finanzierungskosten signifikant erhöhen, aufgezehrt.

Entwicklung der griechischen CDS-Kurve in bp (seit dem Spread Low im August 2009)



Quelle: Bloomberg

Griechenland wird sich also in die Reihe derer einordnen müssen, die um zusätzliches Kapital am Anleihenmarkt



buhlen: Das sind neben Banken (die vor immensen Refinanzierungsvolumina besonders in den nächsten Jahren stehen) auch Unternehmen, die die rückgängige Kreditvergabe der Banken durch Anleiheemissionen substituieren müssen.

Globales Refinanzierungsdilemma

Laut IWF muss man in einem Worst-Case-Szenario davon ausgehen, dass sich der Eigenkapitalbedarf des globalen Bankensystems auf rund EUR 1.000 Mrd. beläuft. Außerdem werden vor allem die europäischen und amerikanischen Banken mit einem starken Anstieg fällig werdender Anleihen konfrontiert. Dazu kommt nun der wachsende Refinanzierungsbedarf der Staaten angesichts ausufernder Verschuldung (die ja offensichtlich eine Folge der Finanzkrise ist und somit ein weiterer Zusammenhang zu Griechenland hergestellt wäre). Folglich muss man davon ausgehen, dass die steigende Nachfrage nach Refinanzierung (unter der Annahme, dass das Angebot an Liquidität eher zurückgehen wird; v. a. wenn die Zentralbanken zurückhaltender bei der Geldversorgung werden) zu generell steigenden Renditeaufschlägen am Primärmarkt führt. Das ist vor allem dann fatal, wenn ohnehin schon "schlechte" Qualitäten an den Markt wollen, da diese erstens einen idiosynkratischen (also den, den sie selbst verschuldet haben) und einen systematischen Spread-Aufschlag bezahlen müssen, wodurch sich die Refinanzierungskosten drastisch erhöhen. Hierbei kann man durchaus Credit Default Swaps als Indikator heranziehen.

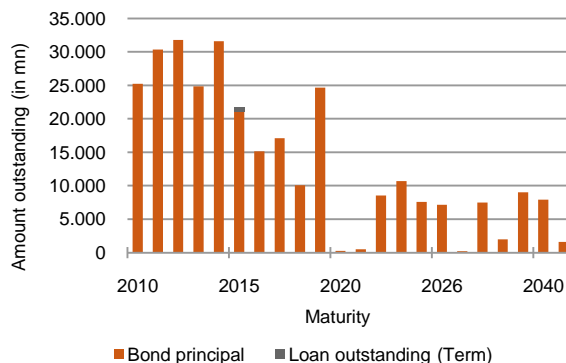
Spekulative Attacken über Kreditderivate?

Die Stimmen werden wieder lauter, dass der CDS-Markt die Krise anheizt. Spekulanten treiben die Renditeaufschläge für Griechenland über den CDS-Markt in extreme Höhen und erschweren somit die Refinanzierung. Einige Ökonomen sehen hier sogar spekulative Attacken auf die Zahlungsfähigkeit. Was früher über Wechselkurse stattgefunden hat (das bekannteste Beispiel ist nach wie vor Soros' Attacke gegen das Britische Pfund), wird in einer Währungsunion über die nationalen CDS-Spreads umgesetzt.

Das ist so nicht ganz richtig. Eine spekulative Attacke über Wechselkurse kann nur dann als solche gewertet werden, wenn Spekulanten Inlandswährung verkaufen und dagegen die Zentralbank durch den Abbau von Währungsreserven zum Ankauf derselben gezwungen wird. Wenn sich zwei unabhängige Marktteilnehmer über einen Swap-Kontrakt für erwartete Spread-Bewegungen positionieren, dann ist das insgesamt ein Nullsummenspiel (der eine Kontrahent gewinnt genau das, was der andere Kontrahent verliert). Also jedem Akteur, der auf eine Ausweitung der CDS Spreads bzw. auf den Ausfall

Griechenlands wettet, steht ein Akteur gegenüber, der auf Spread-Einengung und gegen einen Zahlungsausfall setzt.

Fälligkeitsstruktur griechischer Staatsanleihen



Quelle: Bloomberg

Es ist doch vielmehr so, dass das immense ausstehende Volumen griechischer Anleihen einige Akteure (siehe Abbildung) zwingt, diese gegen Ausfall abzusichern. Also ist Hedging und weniger Spekulation die Motivation zum Kauf von Griechenland-Versicherung im Kreditderivatemarkt. Der Verdacht, es könnten spekulative Attacken über den CDS-Markt durchgeführt werden, kommt wahrscheinlich auch daher, dass CDS-Märkte in solchen Situationen vorlaufend sind. D. h., die Spreads im CDS-Markt liegen über den vergleichbaren Anleihen-Spreads (positive Basis). Das ist ein Phänomen, das sich hauptsächlich mit der unterschiedlichen Liquidität auf beiden Märkten erklären lässt. Positive Basen kann man in den Anfangsphasen idiosynkratischer Krisen oftmals beobachten – in absehbarer Zeit wird sich die Basis gegen Null bewegen und letztlich negativ werden – vorausgesetzt, dass Griechenland nicht ausfällt.

Die CDS-Kurve Griechenlands handelt übrigens invers (siehe Chart 1) – das kennt man so nur von HY-Unternehmen, die kurz vorm Ausfall stehen. Die implizite Ausfallwahrscheinlichkeit im CDS-Markt (5Y CDS = 400 bp, Verwertungsrate = 20 %) liegt bei über 20 %!

Warum Griechenland nicht fällt?

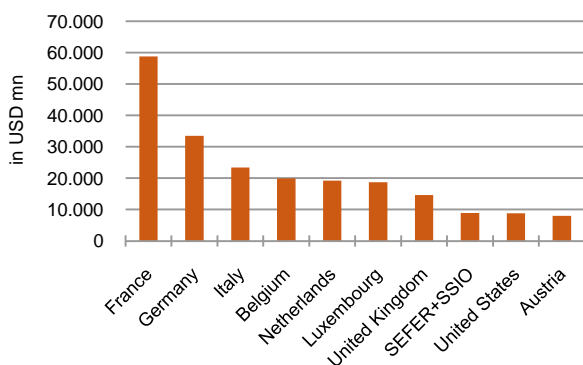
Die korrekte historische Antwort wäre: Irgendwann fallen die schon. Aber rein ökonomisch ist nicht zu erwarten, dass man Griechenland jetzt fallen lässt. Wenn Lehman als systemrelevant titulierte wurde, dann ist es Griechenland allemal. Zumindest für das europäische Währungssystem und ganz sicher für das europäische Bankensystem! Genau so sind die Ankündigungen von Unterstützungsmaßnahmen von der europäischen Politik zu verstehen.



Von den fast EUR 300 Mrd. griechischer Staatsanleihen (wir lassen hier etwaige Geschäfte über Währungs-swaps, die zu zusätzlichen Kosten führen könnten, außen vor) liegen ca. EUR 40 Mrd. bei griechischen Banken. Ein Bankrott Griechenlands hätte zwangsläufig einen Bankrott aller griechischen Banken zur Folge.

Man könnte argumentieren, dass das die Kosten sind, um Moral Hazard innerhalb der EWWU zu unterbinden – wenn man das als zentrales Problem bzgl. der zukünftigen Stabilität derselben ansieht. Dummerweise müssen die anderen EUR 260 Mrd. ja auch irgendwo liegen – und es ist klar, dass die europäische Banken- und Versicherungswirtschaft einiges davon auf den Büchern hat. Im der folgenden Abbildung ist die geographische Verteilung der griechischen Anleiheemissionen dargestellt.

Die wahre Motivation des Bailouts



Source: IWF

Die größten Griechenland-Investoren sind in Frankreich und in Deutschland zu finden, dicht gefolgt von italienischen Investoren. Allein diese drei halten mehr als USD 100 Mrd. an griechischen Anleihen (IWF). Es sollte also wenig verwundern, wenn etwaige Bailout-Gedanken vor allem von diesen Ländern in die Welt gesetzt werden. Ganz offensichtlich ist jeder Bailout Griechenlands aus rein ökonomischer Sicht (was die Zukunft der Währungsunion anbelangt) abzulehnen. In der aktuellen Diskussion wird hingegen immer auf die politische Bedeutung verwiesen und ein Bailout gerechtfertigt. Der wahre Grund dürfte jedoch sein, dass ein Ausfall Griechenlands das europäische Finanzsystem erneut an den Rand des Abgrunds bringen würde. In diesem Fall müssten die Staaten und die EZB dasselbe wieder mit immensen Kosten stabilisieren. Es würde wahrscheinlich billiger kommen, Griechenland zu retten. Dass man sich dadurch letztlich eine stark ansteigende "Zerfall-Wahrscheinlichkeit" der Währungsunion einkauft, wird offensichtlich in Kauf genommen.

Langfristige Auswirkungen eines Bailouts Griechenlands

Wenn Griechenland in den Genuss eines Bailouts kommt (woran unserer Meinung nach nicht zu zweifeln ist), dann hat man den Präzedenzfall in Europa geschaffen. Die Auflage zur Umsetzung von Sparmaßnahmen ist hierbei mehr als Argument zu verstehen, um den Bailout zu rechtfertigen – und Nachahmer abzuschrecken. Es ist allerdings fraglich, ob das gelingt. Griechenland mag die Speerspitze derjenigen sein, die wenig Haushaltsdisziplin an den Tag legen – es ist aber bei weitem nicht das einzige Land, das durch die steigende Staatsverschuldung unter Druck kommt. Man muss daraus nicht gleich zwingend ableiten, dass Großbritannien und die USA ihr AAA-Rating verlieren. So abwegig ist der Gedanke aber auch wieder nicht. Letztlich wird man die Griechenland-Krise mit denselben Mitteln bekämpfen wie die Finanzkrise: Mit der Bereitstellung zusätzlicher Liquidität. Billiges Geld als das Allheilmittel des globalen Finanzsystems hat nur einen Nachteil: Der Patient wird irgendwann immun dagegen.

Revolution!

Was hat die Mutter aller Revolutionen mit der jetzigen Situation gemein?

Neben den gesellschaftlichen Entwicklungen (insbesondere den gesellschaftspolitischen Ideen, welche die Aufklärung dem damals vorherrschenden Ständesystem entgegenzusetzen hatte) war der Auslöser der Französischen Revolution sehr profan: Letztlich wurden die Menschen auf die Straße getrieben durch eine Finanzkrise des französischen Staates, die elende Lebensverhältnisse der Bauern und der unteren Schicht der Stadtbevölkerung zur Folge hatte. Der Komplexität der Geschichte wenig angemessen, aber durchaus richtig, lässt sich festhalten, dass die Französische Revolution durch eine extreme Schiefe der Einkommensverteilung (wenige bereichern sich auf Kosten der Gesellschaft) verursacht wurde. Genau das ist es, was Barack Obama dazu veranlasst – durchaus populistisch oder im Sinne des "Volkes" – den Banken die durch sie mit verursachten Krisen in Rechnung zu stellen. Der regulatorische Druck auf die Bankenindustrie gleicht keiner evolutionären Entwicklung – wir stehen vor revolutionären Änderungen des gesamten Finanzsystems, die letztlich strukturelle und anhaltende Veränderungen im Gefüge der Kapitalmärkte hinterlassen werden.

Auch auf die Gefahr hin, redundant zu wirken, anbei die faktischen und potenziellen Schlussfolgerungen der obigen These:

1. Banken werden gezwungen, ihre Bilanzen zu schrumpfen – deshalb werden Banken in den nächsten Jahren als Asset-Verkäufer auftreten.



2. Banken werden aufgrund strengerer Eigenkapitalvorschriften Risikoaktiva auf Handelsbüchern abbauen.
3. Banken werden in irgendeiner Art und Weise zu Zahlungen in "Sicherungsfonds" gezwungen, die im Falle einer Krise zur Stabilisierung des Bankensystems eingesetzt werden.

Auch wenn Obamas Vorstoß auf starken Widerstand der Wall Street-Lobbyisten treffen wird, ist davon auszugehen, dass die obigen Punkte zumindest teilweise so umgesetzt werden. Das wird signifikante Auswirkungen auf die Struktur des Finanzmarktes und auf die relativen Preisverhältnisse verschiedener Marktsegmente haben. Die drei zentralen Thesen, die sich daraus ableiten lassen, lauten wie folgt:

1. Vergessen Sie historische Korrelationsmuster – sie werden sich nicht wiederholen! Der Markt hat sich strukturell geändert, sogenannte Verwerfungen sind nicht nur temporärer Natur.
2. Traditionelle Investmentstrategien werden in einem Umfeld struktureller Veränderungen ein anderes Risiko/Ertrags-Profil aufweisen. Nicht zwingend ein schlechteres, aber sicher ein anderes. Folglich macht es wenig Sinn, auf historischen Daten basierende traditionelle Markowitz-Ansätze zu implementieren.
3. Der Abbau von Risikopositionen auf der Bankenseite spricht gegen eine lang anhaltende Inflationierung der Vermögenswerte – unabhängig von der zukünftigen Politik der Zentralbanken.

Der gesellschaftliche Nutzen des Eigenhandels

Offensichtlich nimmt die gesellschaftliche Akzeptanz ab, wenn es darum geht, dass gerettete Banken (und letztlich haben alle direkt oder indirekt von den Interventionen der Staaten bzw. Zentralbanken profitiert) diese Starthilfen dafür nutzen, Eigenhandelspositionen aufzubauen und Gewinne zu privatisieren (z. B. über Bonuszahlungen).

Vor diesem Hintergrund ist der Vorstoß Obamas zu verstehen, den Eigenhandel der Banken einzuschränken, nach Investmentbanken und Geschäftsbanken zu segmentieren. Die Banken-Lobby argumentiert, dass "Prop Trading" die Effizienz (Allokations- und Informationseffizienz) des Finanzmarktes erhöht, da die Märkte breiter und tiefer werden.

Wenn die Banken so um den Eigenhandel kämpfen, dann tun sie das, weil sie Geld damit verdienen. Das wiederum tun sie v. a. im Derivatemarkt, und dort v. a. mit Swap-Kontrakten (unter anderem mit CDS), da dieser das nach wie vor größte Segment des Derivatemarktes darstellt. Nun ist der globale Swap-Markt netto betrachtet ein Nullsummenspiel (siehe auch die oben gezeigte Argumentation bzgl. der Wirkung von CDS-Kontrakten vor dem Hintergrund spekulativer Attacken).

Deshalb bedeutet die Tatsache, dass Banken im Eigenhandel Geld verdienen nichts anderes, als dass den Banken Verlierer gegenüber stehen müssen, was offensichtlich gegen das Argument einer gesamtwirtschaftlichen Nutzensteigerung spricht. Nun könnte die Banken-Lobby anführen, dass die Banken primär Risiken z. B. im CDS-Markt aufnehmen, d. h. Versicherung verkaufen (was allerdings nicht zutrifft, wenn man den Statistiken bzgl. der Akteure im Kreditderivatemarkt folgt). Das kann letztlich gewinnbringend sein und nutzensteigernd wirken, da damit Versicherungsnehmern ermöglicht wird, vorhandene Positionen abzusichern. Auch wenn das der Fall wäre, wird unabhängig davon, ob es Prop-Positionen sind oder nicht, die steigende Eigenkapitalhinterlegung diese Positionierung zukünftig erschweren.

Letztlich erinnert die These, dass Banken mit ihrem Eigenhandel die Effizienz der Märkte erhöhen, doch stark an das Argument der Private Equity-Branche, die vor ein paar Jahren erklärt hat, dass primär fremdfinanzierte (2007 bis zu 10fach gehebelte) LBO-Transaktionen dem Allgemeinwohl dienen, da diese ebenfalls die Informations- und Allokationseffizienz des Marktes steigern. Während der Krise hat sich dieses Segment – außer bei den Private Equity-Häusern selbst – als wenig nutzenstiftend erwiesen.

Auch wenn der gesellschaftliche Nutzen des Eigenhandels durchaus fragwürdig ist, ist es trotzdem sehr unwahrscheinlich, dass es zu einer spürbaren Einschränkung desselben kommt. Banken haben sehr viele Möglichkeiten, Risikopositionen aufzubauen – ob es sich letztlich um reinen Eigenhandel handelt oder um die Gegenseite von Kunden-Transaktionen, Absicherungsgeschäfte oder ähnliches, lässt sich nur schwer feststellen.

Exkurs: Lang lebe Tobin

Man kommt nicht umher, den Klassiker während Finanzkrisen zu diskutieren: Die Tobin-Steuer, also die Besteuerung von Finanztransaktionen um spekulative Kapitalströme einzudämmen. Zugegebenermaßen hegt der Autor eine gewisse Sympathie für diese Idee, weniger wegen ihrer praktischen Relevanz, jedoch aufgrund ihrer Eleganz.

In jeder Finanzkrise feiert Tobins Idee eine Wiederauferstehung – vor allem bei Politikern, die die freien Marktkräfte eindämmen wollen. Leider wird diese Idee vor allem zu populistischen Zwecken missbraucht, obwohl sie durchaus Charme entwickeln könnte, wenn man sie richtig einsetzt. Der "richtige" Einsatz würde allerdings weitgehende Konsequenzen bzgl. der Organisation des globalen Kapitalmarktes erfordern, da eine Tobin-Steuer nur dann ihre Wirkung entfalten kann,



wenn sie keine Fluchtwege offen lässt, d. h. globale Anwendung findet.

Eine flexible Besteuerung, deren entscheidende Parameter zur Festlegung des Steuersatzes die Dauer der Investition sowie die Art des zugrundeliegenden Finanzinstruments berücksichtigt, würde viele der mit der Tobin Steuer verbundenen Hoffnungen befriedigen.

Theoretisch könnte durchaus eine effiziente Transaktionssteuer kreiert werden, praktisch wird sie allerdings immer ein Wunschtraum der Regulierungsbefürworter bleiben. Freuen wir uns deshalb auf die wiederkehrende Diskussion über die Tobin-Tax als Reaktion auf Finanzkrisen – sie könnte früher wieder en vogue sein als sich viele Marktteilnehmer vorstellen können. Anbei zur Vorbereitung darauf schon mal die besten Papiere, die man gelesen haben sollte, um anständig mitreden zu können:

- Tobin, J. (1978): A proposal for international money reform, *Eastern Economic Journal*, Vol. 4; pp 153-159.
- Obstfeld, M. (1994): The logic of currency crisis, NBER Working Paper Series, 4640, Cambridge.
- Eichengreen, B. (1996): The Tobin Tax: What have we learned? in: ul Haq et al. (Eds), *The Tobin Tax – Coping with Financial Volatility*, Oxford University Press, New York.
- Krugman, P. (1992): *Currencies and Crisis*, MIT Press, Cambridge.

Die drei "Rs": Revolution, Refinanzierung, Regulierung

Die Kombination daraus wirkt wahrlich bedrohlich. Auch wenn wie oben angedeutet, nicht alle jetzt diskutierten Reformen in letzter Konsequenz umgesetzt werden, steht das globale Finanzsystem vor weitreichenden Veränderungen.

Diese Änderungen sind struktureller Natur und treffen das internationale Finanzsystem in einer extremen Schwächephase, in der es nur mit externer Hilfe bestehen kann. Nun sind eben auch die maßgeblichen Akteure weiterhin sehr fragil – wie bereits im letzten Newsletter ausführlich dargestellt, schätzt der IWF, dass noch mehr als 50 % der mit der letzten Finanzkrise (wenn Griechenland schon die nächste einläutet) verbundenen Verluste auf Bilanzen schlummern, ohne als solche bereits ausgewiesen zu sein.

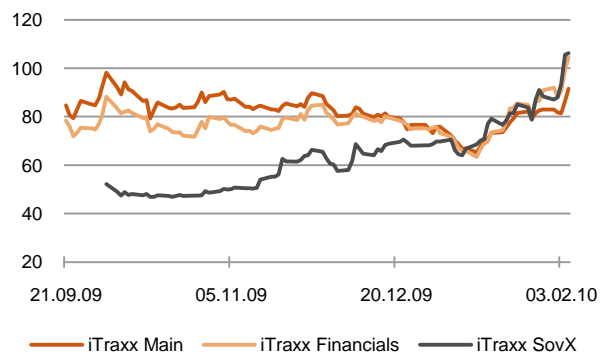
Und zu guter Letzt steht das gesamte System vor horrenden Refinanzierungsmaßnahmen – deren Erfolg auch von dem Vertrauen gegenüber dem System selbst beeinflusst ist.

Auch ohne übertriebenen Pessimismus an den Tag zu legen, lässt sich daraus zumindest ableiten, dass die nächsten Jahre zumindest durch eine äußerst hohe

Volatilität gekennzeichnet sein werden, die gegen den Erfolg klassischer Buy & Hold-Ansätze spricht – vielmehr gewinnt das Timing zunehmend an Bedeutung und alternative Investmentansätze gewinnen an relativer Attraktivität.

Kreditmärkte: Im Sog der Griechenland-Krise

Sovereigns vs. Financials vs. Corporates in bp



Quelle: Bloomberg

Welche Worst-Case-Szenarien lassen sich daraus ableiten?

Ausgehend von der Annahme, dass die Auswirkungen der Finanzkrise noch nicht abgeschlossen sind, es vielmehr zu weiteren Übertragungseffekten kommt, sind im Folgenden die unserer Meinung relevanten Risikoszenarien, die wir mit Eintrittswahrscheinlichkeiten belegt haben.

Risikoszenario 1: Griechenland (50 %)

Griechenland war erst der Anfang – auch andere europäische Staaten geraten in Refinanzierungsprobleme. Den immensen Neuemissionen auf Seiten der Staaten steht eine weiterhin sehr expansive Geldpolitik entgegen. Zurückgehende Wachstumsaussichten führen allerdings zu einem Renditerückgang am langen Ende der Zinskurve. Letztlich werden die Risikoaufschläge bei Unternehmensanleihen, Banken und Staaten der zweiten Reihe stark ansteigen. Der Euro verliert weiter an Wert gegenüber dem US-Dollar.

→ iTraxx Main bei 150 bp; die europäische Zinskurve ist flach (2/10 Swap Spreads = 0); EUR/USD erreicht die Parität.

Risikoszenario 2: Europäische Banken (25 %)

Bis jetzt sind weniger als 50 % aller Verluste auf den Bilanzen europäischer Banken abgeschrieben oder wertberichtigt. Das sich nach den fiskalischen und monetären Impulsen wieder verschlechternde ökonomische



Umfeld führt dazu, dass der europäische Bankensektor weiter unter Druck gerät, die Renditeaufschläge folglich in allen Marktsegmenten, aber insbesondere im Kreditmarkt, ansteigen. Die EZB hält den Refinanzierungssatz auf niedrigem Niveau, der Funding-Bedarf der Banken führt allerdings zu einer Versteilerung der Zinskurve. Der Euro kommt gegenüber dem US-Dollar unter Druck.

→ iTraxx Main bei 150 bp; die europäische Zinskurve ist steil (2/10 Swap Spreads = 350); EUR/USD erreicht die Parität.

Risikoszenario 3: Amerikanisches Bankensystem (25 %)

Obamas Regulierungsbestrebungen werden dahingehend umgesetzt, dass Universalbanken von Investmentbanken getrennt werden, der Eigenhandel stark eingeschränkt wird und die Profitabilität des Bankensystems gerade dann zurückgeht, wenn die wirtschaftliche Erholung in den USA ins Stocken gerät (Arbeitslosigkeit auf Rekordniveaus). Die Fed steuert mit niedrigen Zinsen entgegen, was den US-Dollar unter Druck bringt, während die Risikoaufschläge weltweit steigen. Die europäischen Banken können sich abkoppeln, was eine normale Zinsstrukturkurve in Europa zur Folge hat.

→ iTraxx Main bei 150 bp; die europäische Zinskurve ist steil (2/10 Swap Spreads = 350); EUR/USD erreicht die Dualität.

In allen Szenarien ist mit einer Ausweitung der Risikoprämien auf allen Märkten zu rechnen, wobei v. a. Aktien- und Kreditmärkte unter Druck geraten. Long Credit Protection via synthetische Indizes ist hierbei eine effiziente Hedging-Strategie. Aufgrund der Liquiditätsanforderung liegt der Fokus allerdings nur auf den aktuellen Serien des CDX 5Y und iTraxx Main 5Y.

1. Im Risikoszenario 1 ist davon auszugehen, dass die Spread-Ausweitung des SovX den des iTraxx Main übersteigt!
2. Im Risikoszenario 2 ist davon auszugehen, dass die Spread-Ausweitung des iTraxx Financials den des iTraxx Main übersteigt!
3. Während wir in den Szenarien 1 und 2 empfehlen würden, mit europäischen Credit-Indices (iTraxx Main/Financials/SovX) abzuschließen, würde sich im Risikoszenario 3 ein Hedge über CDX (oder auch direkt über USA CDS) anbieten – wobei hier die Währungskomponente zu beachten ist!

Kreditderivate

Wenn man bedenkt, dass vor gut einem Jahr diskutiert wurde, ob man den Kreditderivatemarkt verbieten sollte, hat sich dieser erstaunlich gut entwickelt. Nachdem

einige strukturelle Änderungen (ICE/DTCC) implementiert wurden, hat sich das Volumen ausstehender Kreditderivate stabilisiert (bei global ca. 25.000 Mrd. USD). Gerade die Griechenlandkrise zeigt, dass die Nachfrage nach Absicherung gegenüber Ausfallrisiken durchaus ihre Berechtigung hat. In dem von uns beschriebenen Refinanzierungsdilemma wird die globale Ausfallrate (v. a. auf Unternehmensseite) längerfristig auf hohem Niveau bleiben – und deshalb wird auch die Nachfrage nach CDS hoch bleiben. Unten haben wir die ausstehenden Volumen von Sovereign CDS-Kontrakten aufgezeigt – die üblichen Verdächtigen finden sich natürlich in den Top Ten!

Ausstehende Sovereign CDS-Kontrakte in Mrd. USD

Reference Entity	Net Notional (USD EQ)	Number of Contracts
Republic of Italy	25.054	5.242
Kingdom of Spain	14.508	3.687
Federal Republic of Germany	12.718	1.627
Federative Republic of Brazil	11.616	10.650
CDS on Loans	11.606	17.734
General Electric Capital Corp.	10.262	7.813
Republic of Austria	9.613	1.769
Portuguese Republic	9.376	2.227
French Republic	9.302	1.324
Hellenic Republic	8.544	3.136

Source: ISDA

Credit Default Swaps werden also genau dann gebraucht, wenn es sich potentielle Ausfälle abzeichnen. Deshalb steigt vor allem auch die Nachfrage nach CDS auf ABS in den letzten Monaten stark an – viele Investoren wollen ihre ABS-Positionen gegenüber potentiellen Verlusten schützen

Die neueste Idee kommt von der Citibank, die angekündigt hat, ein Krisenderivat in Swap-Format an den Markt zu bringen. Das Derivat basiert auf Risikoindikatoren wie bspw. implizite Aktienvolatilitäten, Swap Spreads und Volatilitäten im Corporate Bond Markt. Der Kontrakt weist große Ähnlichkeit mit einem CDS auf und ermöglicht Investoren, sich gegen Finanzkrisen abzusichern. Fragt sich nur, welcher Investor sich bei der Citibank gegen eine Finanzkrise absichert – besonders nach deren Performance in der letzten Krise. Trotz der Möglichkeit solche Kontrakte zu kollateralisieren (im Prinzip eine Margin-Zahlung) wird sich der ein oder andere Investor fragen, ob die Citibank als Versicherungsgeber taugt wenn die USA in die nächste Haushaltskrise stolpern. Da erscheint es uns weitaus effizienter, Versicherung auf die Citibank über deren CDS zu kaufen – das



sollte eine mindestens ebenso gute Absicherung gegen die nächste Finanzkrise darstellen.

Taktische & strategische Empfehlung

Die Staatsverschuldungsdiskussion wird kurzfristig auch die Kreditmärkte dominieren. Positive Überraschungen (wie immer diese auch geartet sein mögen) können die Credit-Index-Spreads in die Nähe ihrer Jahrestiefstände aus der zweiten Januarwoche bringen, die zugleich auch die niedrigsten Levels seit Mai 2008 darstellen.

Wir sehen aber gute Chancen dafür, dass diese Niveaus im Verlauf des Jahres 2010 den Boden für die Spread-Entwicklung markieren werden. Zu viele Risikofaktoren (s. o.) hängen wie ein Damokles-Schwert über den Märkten. Und die anhaltend hohe Emissionstätigkeit wird auch negativ auf den Sekundärmarkt abfärben.

Aus relativer Bewertungssicht stellt die Wette auf die "natürliche Ausfallkette" eine attraktive Investmentmöglichkeit dar. Es macht keinen Sinn, dass Staaten-CDS über denen von Financials und diese wiederum über denen der Unternehmens-CDS handeln. Ein Ausfall auf Staatenebene ohne Auswirkungen auf das Bankensystem ist schwer vorstellbar. Und wenn Banken in Zahlungsschwierigkeiten geraten, bleibt letztlich niemand mehr übrig, um die Unternehmen mit Krediten zu versorgen.

Kurzfristig kann diese Bewertungsanomalie allerdings anhalten, weshalb eine Wette auf die Normalisierung von Sovereign/Financials/Corporates-CDS den Charakter eines Buy & Hold-Investments haben sollte.

Forecast-Tabelle

	1 – 3 Mo.	3 – 6 Mo.	12 – 24 Mo.
iTraxx Main	-/o	-	-/o
iTraxx Fin	-/o	-	o
iTraxx X-Over	-	--	-
EUR HG Cash	-	-	-/o
EUR HY Cash	-	--	-
Credit Basis	+	+	+
Senior-Tranchen	-	-/o	+

Zitiert aus Wikipedia: "Revolution ist die meist unter Anwendung von Gewalt erzwungene Totaländerung der staatlichen Ordnung". Die Revolution an den Kapitalmärkten hingegen ist die ohne Anwendung von Gewalt erzwungene Umverteilung von Machtverhältnissen. Eine Umkehr des Prinzips der Privatisierung von Gewinnen und gleichzeitigen Sozialisierung von Verlusten.

* Tracy Chapman, Talkin' Bout A Revolution: "While they're standing in the welfare lines/Crying at the doorsteps of those armies of salvation/Wasting time in the unemployment lines/Sitting around waiting for a promotion".



Kontakte

Kundenbetreuung

- Hans Günther Bonk
Telefon +49 89 519966-410
hans-guenther.bonk@assenagon.com
- Ruth Bültmann
Telefon +352 27049-200
ruth.bueltmann@assenagon.com
- Michael Huber
Telefon +49 89 519966-452
michael.huber@assenagon.com
- Ronald Siebel
Telefon +49 89 519966-420
ronald.siebel@assenagon.com
- Marcus Steudner
Telefon +49 89 519966-451
marcus.steudner@assenagon.com
- Martin Weithofer
Telefon +49 89 519966-450
martin.weithofer@assenagon.com

Sales Operations

- Simone Alanne
Telefon +49 89 519966-460
simone.alanne@assenagon.com

Strukturierung

- Vassilios Pappas
Telefon +49 89 519966-330
vassilios.pappas@assenagon.com
- Dorian Ruffini
Telefon +49 89 519966-380
dorian.ruffini@assenagon.com
- Christian Schneider
Telefon +49 89 519966-340
christian.schneider@assenagon.com

Credit

- Ulrich von Altenstadt
Telefon +49 89 519966-121
ulrich.vonaltenstadt@assenagon.com
- Dr. Jochen Felsenheimer
Telefon +49 89 519966-120
jochen.felsenheimer@assenagon.com
- Dr. Wolfgang Klopfer
Telefon +49 89 519966-130
wolfgang.klopfer@assenagon.com

Chief Economist

- Dr. Martin W. Hüfner
Telefon +49 89 519966-150
martin.huefner@assenagon.com

Assenagon Asset Management S.A., Zweigniederlassung München, Theresienhöhe 13 a, D-80339 München

Rechtliche Hinweise

Diese Darstellung wird nur zu Informationszwecken und ohne vertragliche oder sonstige Verpflichtung zur Verfügung gestellt. Alle Informationen in dieser Darstellung beruhen auf sorgfältig ausgewählten Quellen, die für zuverlässig erachtet wurden, doch kann die Assenagon S.A., Luxemburg, die Assenagon Asset Management S.A., Luxemburg und ihre Zweigniederlassungen sowie die Assenagon GmbH, München (zusammen im Folgenden "Assenagon-Gruppe" genannt) deren Richtigkeit, Vollständigkeit oder Genauigkeit nicht garantieren. Alle Meinungsäußerungen geben nur die Einschätzung des Verfassers wieder, die nicht notwendigerweise der Meinung der Assenagon-Gruppe entspricht. Empfehlungen und Prognosen stellen unverbindliche Werturteile zum Zeitpunkt der Erstellung dieser Darstellung dar. Diese können sich abhängig von wirtschaftlichen, politischen und rechtlichen Rahmenbedingungen jederzeit ändern. Der Autor behält sich deshalb ausdrücklich vor, in der Darstellung geäußerte Meinungen jederzeit und ohne Vorankündigung zu ändern. Jedwede Haftung und Gewähr aus dieser Darstellung wird vollständig ausgeschlossen.

Die Informationen in dieser Darstellung wurden lediglich auf die Vereinbarkeit mit luxemburgischem und deutschem Recht geprüft. In einigen Rechtsordnungen ist die Verbreitung derartiger Informationen u. U. gesetzlichen Beschränkungen unterworfen. Die vorstehenden Informationen richten sich daher nicht an natürliche oder juristische Personen, deren Wohn- bzw. Geschäftssitz einer Rechtsordnung unterliegt, die für die Verbreitung derartiger Informationen Beschränkungen vorsieht. Natürliche oder juristische Personen, deren Wohn- bzw. Geschäftssitz einer ausländischen Rechtsordnung unterliegt, sollten sich über die besagten Beschränkungen informieren und diese entsprechend beachten. Insbesondere richten sich die in dieser Darstellung enthaltenen Informationen weder an Staatsbürger aus Großbritannien oder den Vereinigten Staaten von Amerika und sind auch nicht als solche konzipiert.

Diese Darstellung stellt weder ein öffentliches Angebot noch eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebotes zum Erwerb von Wertpapieren, Fondsanteilen oder Finanzinstrumenten dar. Eine Investmententscheidung bezüglich irgendwelcher Wertpapiere, Fondsanteile oder Finanzinstrumente sollte auf Grundlage einschlägiger Verkaufsdokumente (wie z. B. Prospekt) erfolgen und auf keinen Fall auf der Grundlage dieser Darstellung.

Die in dieser Darstellung aufgeführten Inhalte können für bestimmte Investoren ungeeignet oder nicht anwendbar sein. Sie dienen daher lediglich der eigenverantwortlichen Information und können eine individuelle Beratung nicht ersetzen. Die Assenagon-Gruppe kann andere Publikationen veröffentlicht haben, die den in dieser Darstellung vorgestellten Informationen widersprechen oder zu anderen Schlussfolgerungen gelangen. Diese Publikationen spiegeln dann andere Annahmen, Meinungen und Analysemethoden wider. Dargestellte Wertentwicklungen der Vergangenheit können nicht als Maßstab oder Garantie für eine zukünftige Wertentwicklung herangezogen werden. Eine zukünftige Wertentwicklung wird weder ausdrücklich noch implizit garantiert oder zugesagt.

Der Inhalt dieses Dokuments ist geschützt und darf ohne die vorherige schriftliche Genehmigung der Assenagon-Gruppe weder kopiert, veröffentlicht, übernommen oder für andere Zwecke in welcher Form auch immer verwendet werden.